



# Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

---

Leonardo Villar Gómez  
Gerente General, Banco de la República

Lunes 26 de abril de 2021



# TEMAS

1. CARÁCTER DE LA CRISIS Y RESPUESTA DEL BANREP
2. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO
3. INFLACIÓN
4. BALANCE EXTERNO Y RESERVAS INTERNACIONALES
5. UTILIDADES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
6. SITUACIÓN FISCAL Y DEBATE SOBRE CRÉDITO DEL BR

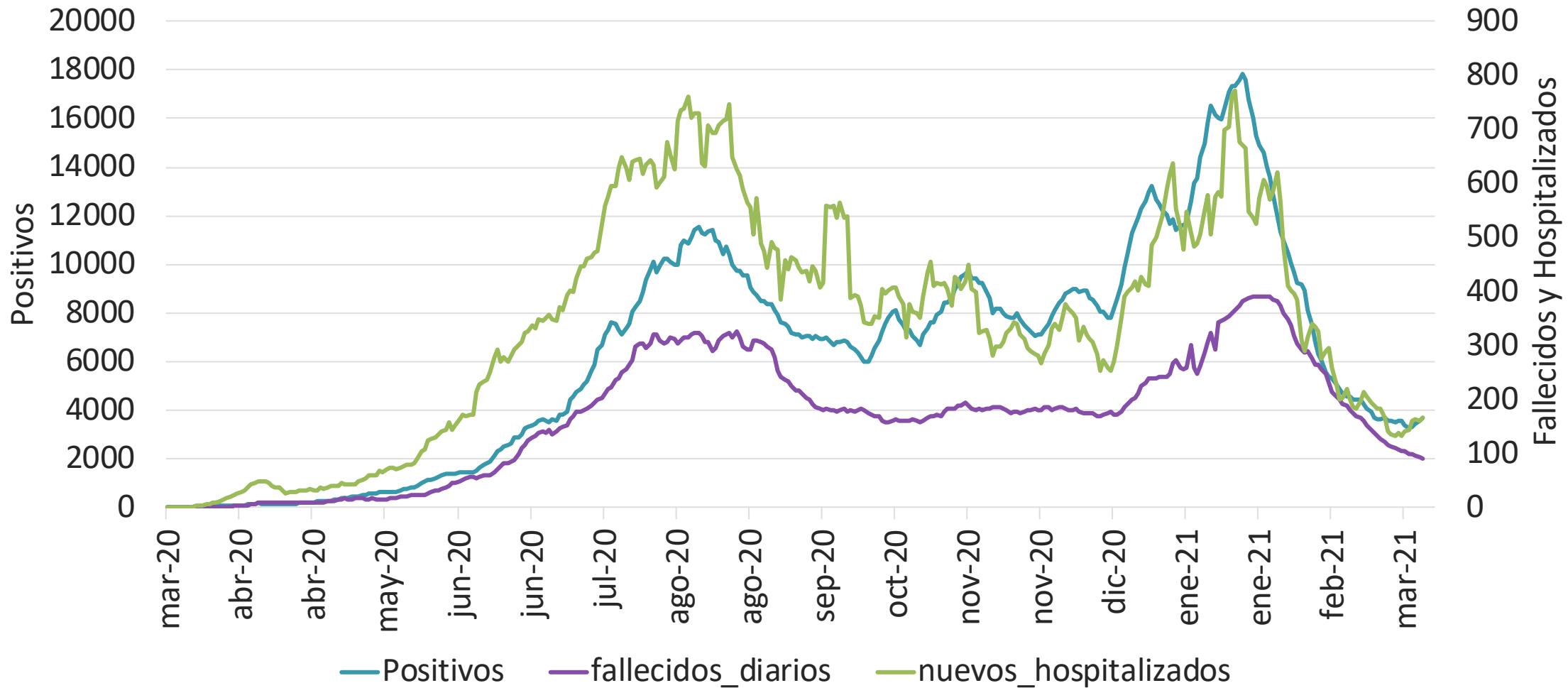
# TEMAS



## 1. CARÁCTER DE LA CRISIS Y RESPUESTA DEL BANREP

# Evolución Covid-19

## (hasta fines de marzo, fecha de publicación del informe)

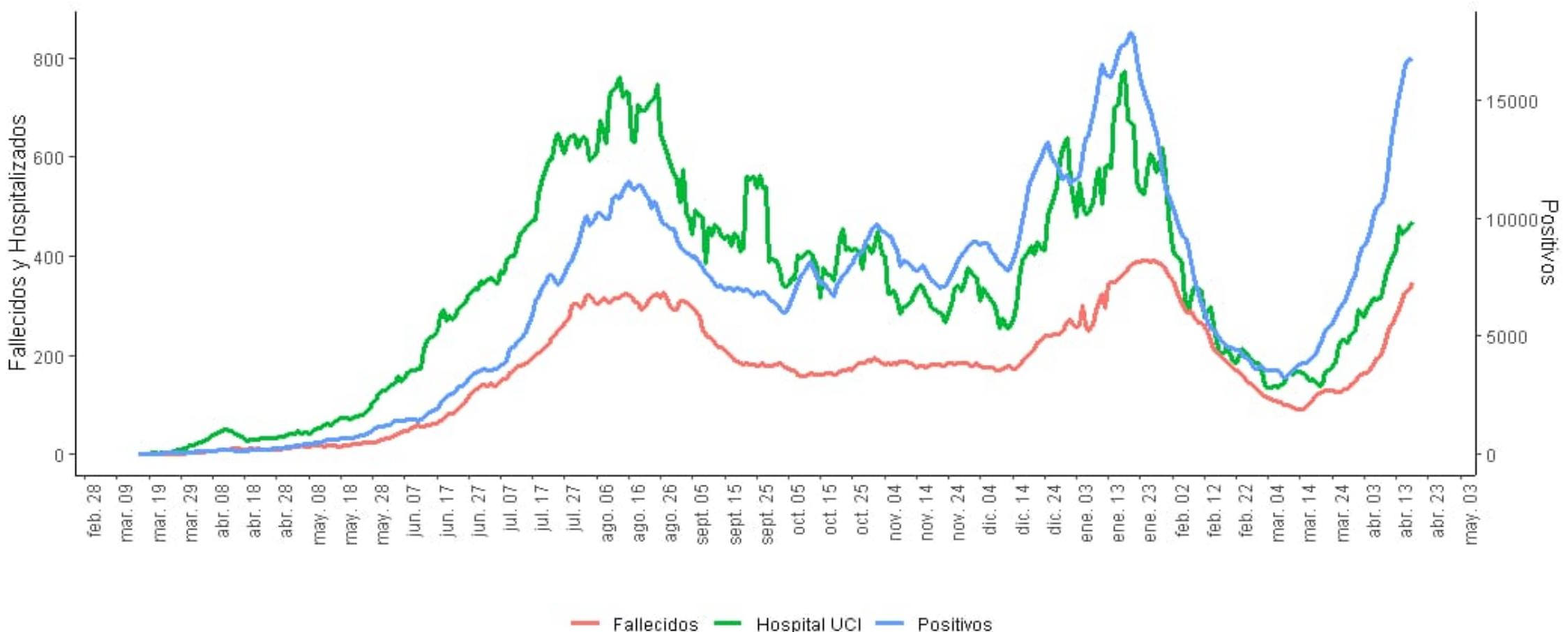


\*DAEC: Desestacionalizado y ajustado por efectos calendario

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

# Evolución Covid-19

## (actualizado hasta abril 20)



\*DAEC: Desestacionalizado y ajustado por efectos calendario

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

- La crisis originada por la pandemia del Covid-19 es el mayor desafío del Banco de la República en sus casi 100 años de existencia
- Esta crisis se diferencia de las anteriores, no sólo por la mayor gravedad de sus efectos, sino porque su origen no es de tipo económico sino sanitario.
- Esto hace que sus impactos económicos sean particularmente inciertos y difíciles de manejar desde la política monetaria, cambiaria y crediticia.
- Las medidas del Banco de la República han logrado mitigar los efectos de la crisis y contribuyen a la recuperación económica que ya está en curso, complementando medidas adoptadas por el gobierno nacional y los gobiernos locales.

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) reconoció el carácter excepcional de esta crisis y el peligro que representaba para la estabilidad económica el país

Por eso decidió actuar de manera rápida y contundente aún en medio de la volatilidad e incertidumbre que generó la llegada del virus al país (primer caso confirmado el 6 de marzo de 2020)



El Banco de la República se concentró en la fase inicial en tres objetivos fundamentales: 1) proteger el sistema de pagos; 2) estabilizar el mercado cambiario y el de títulos públicos y privados; y, 3) asegurar que el crédito continuara fluyendo a la economía.

Una vez estabilizados los mercados clave y mitigados los riesgos de liquidez que surgieron a causa de los efectos de la pandemia, el Banco enfocó sus esfuerzos en apoyar la reactivación de la actividad económica.

# Medidas implementadas por la JDBR para enfrentar los efectos negativos de la pandemia

## Objetivos de las medidas adoptadas por el Banco de la República

Medidas \ Objetivos	Proteger el sistema de pagos	Preservar la oferta de crédito	Estabilizar mercados esenciales bajo presión	Estimular la actividad económica (efecto directo)
Liquidez transitoria (repos): extensión de montos, contrapartes, garantías admisibles y plazos	X	X	X	
Compras definitivas de títulos públicos y privados	X	X	X	
Reducción del encaje	X	X		X
Ventas de dólares forward con cumplimiento financiero			X	
Swaps de dólares	X	X	X	
Reducción de la tasa de interés de política		X		X

# Utilización de mecanismos de intervención para facilitar las coberturas y ampliar la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales

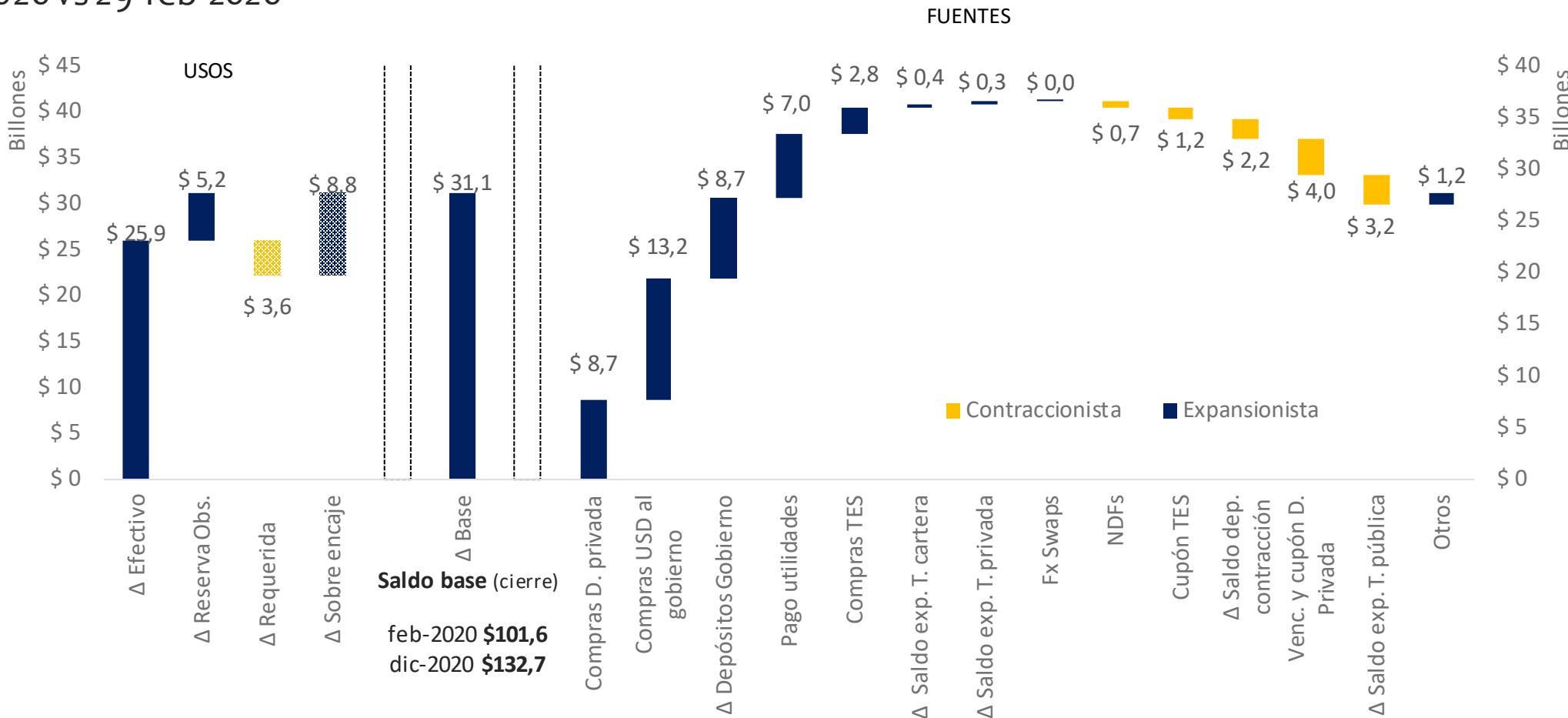
## Mecanismos de intervención

Ventas de dólares <i>forward</i>	<i>Swaps</i> de dólares
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ventas de dólares <i>forward</i> con cumplimiento financiero a un mes para ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso.</li> <li>El cumplimiento financiero de estos contratos significa que, a su vencimiento, el Banco reconoce o recibe la diferencia entre el precio del dólar negociado a futuro y el que efectivamente se observa al momento de la liquidación.</li> <li>Dicho pago se hace en pesos, por lo cual no afecta el nivel de las reservas internacionales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><i>Swaps</i> de dólares a dos meses para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en dólares.</li> <li>El Banco vende dólares en el mercado de contado con el compromiso de recompra a futuro. Con esto, se brinda liquidez en dólares para quienes la necesiten, lo cual es especialmente importante si los bancos colombianos ven reducidas sus fuentes de fondeo de corto plazo en moneda extranjera.</li> <li>Como en el caso de las ventas de dólares <i>forward</i>, el saldo de reservas internacionales no se afecta después de finalizada la operación.</li> </ul>

# Inyección de abundante liquidez en pesos para atender la mayor demanda de liquidez de los agentes económicos

Variación de la base monetaria por usos y por fuentes

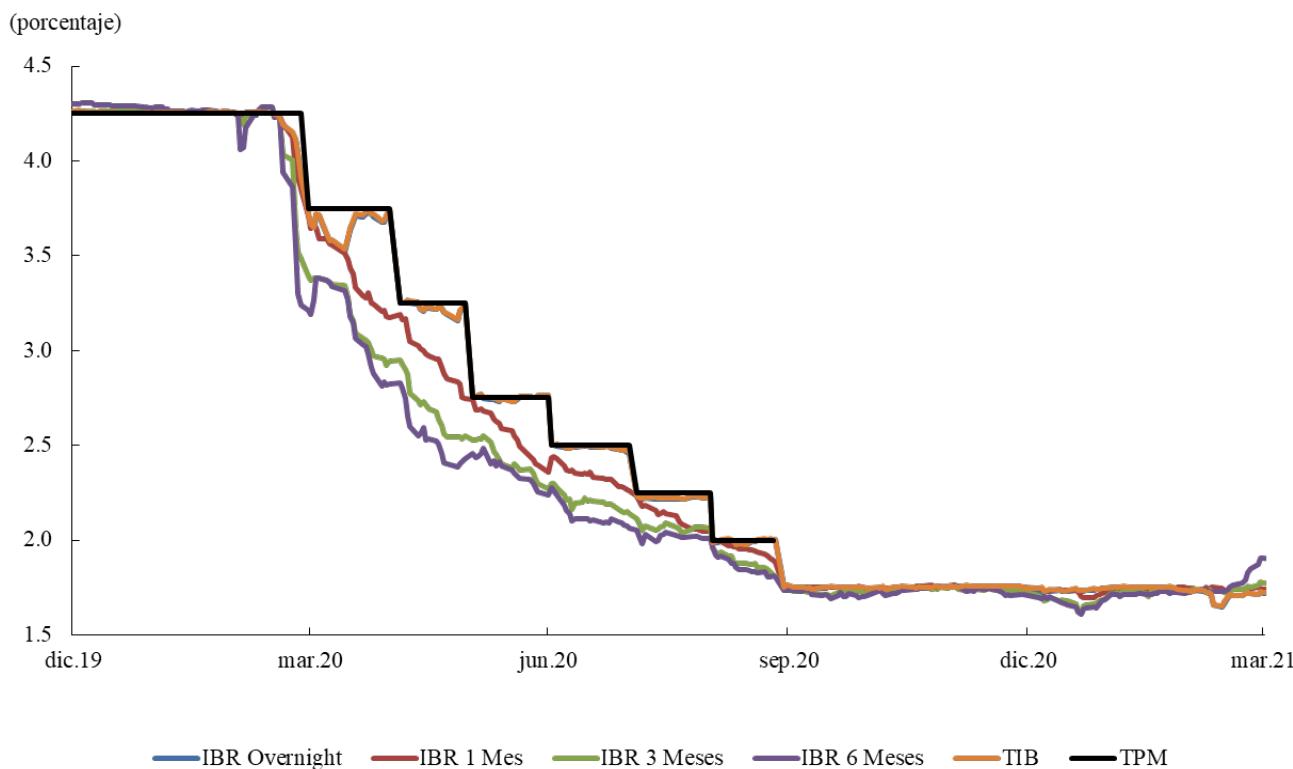
31-dic-2020 vs 29-feb-2020



# Recorte de la tasa de interés de política

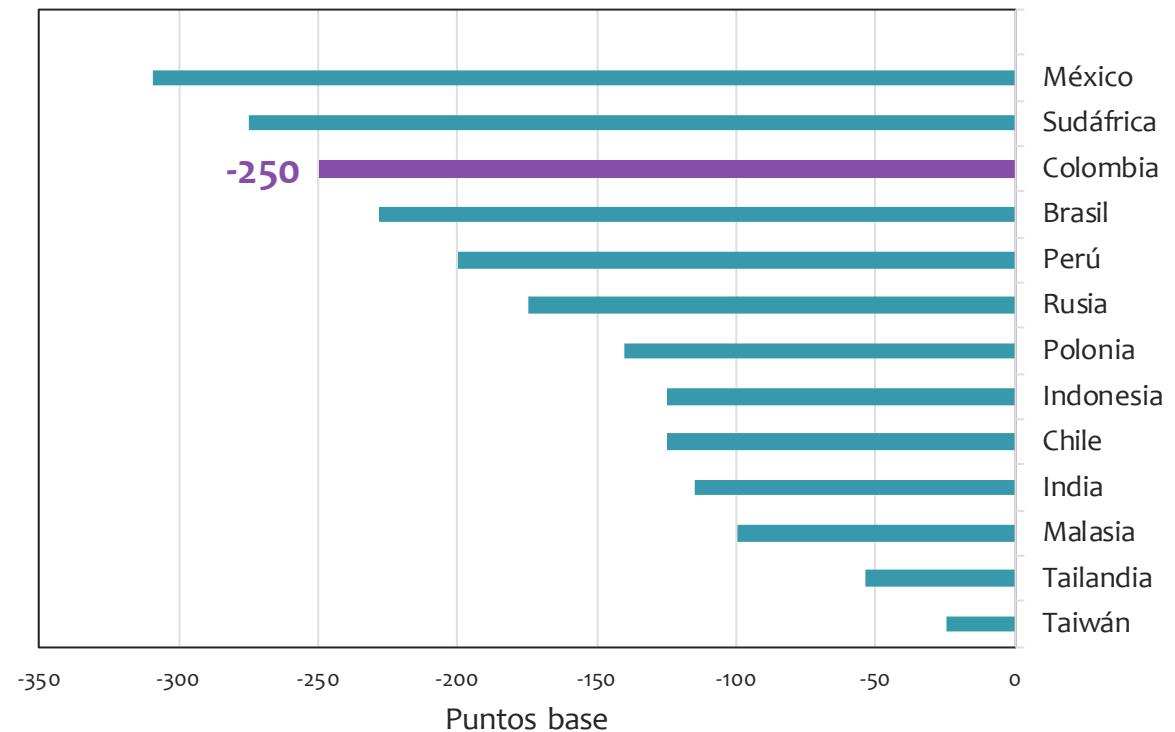
- Recorte de la tasa de interés de política, desde 4,25% en marzo de 2020 a 1,75% en septiembre, su menor nivel histórico nominal, equivalente a una tasa de interés real (ex ante) del -1%.
- Las menores tasas de interés continuarán impulsando la recuperación de la economía en 2021.

Tasa de Política Monetaria-TPM-, Tasa Interbancaria -TIB-, e Indicador Bancario de Referencia-IBR-



Fuente: Banco de la República

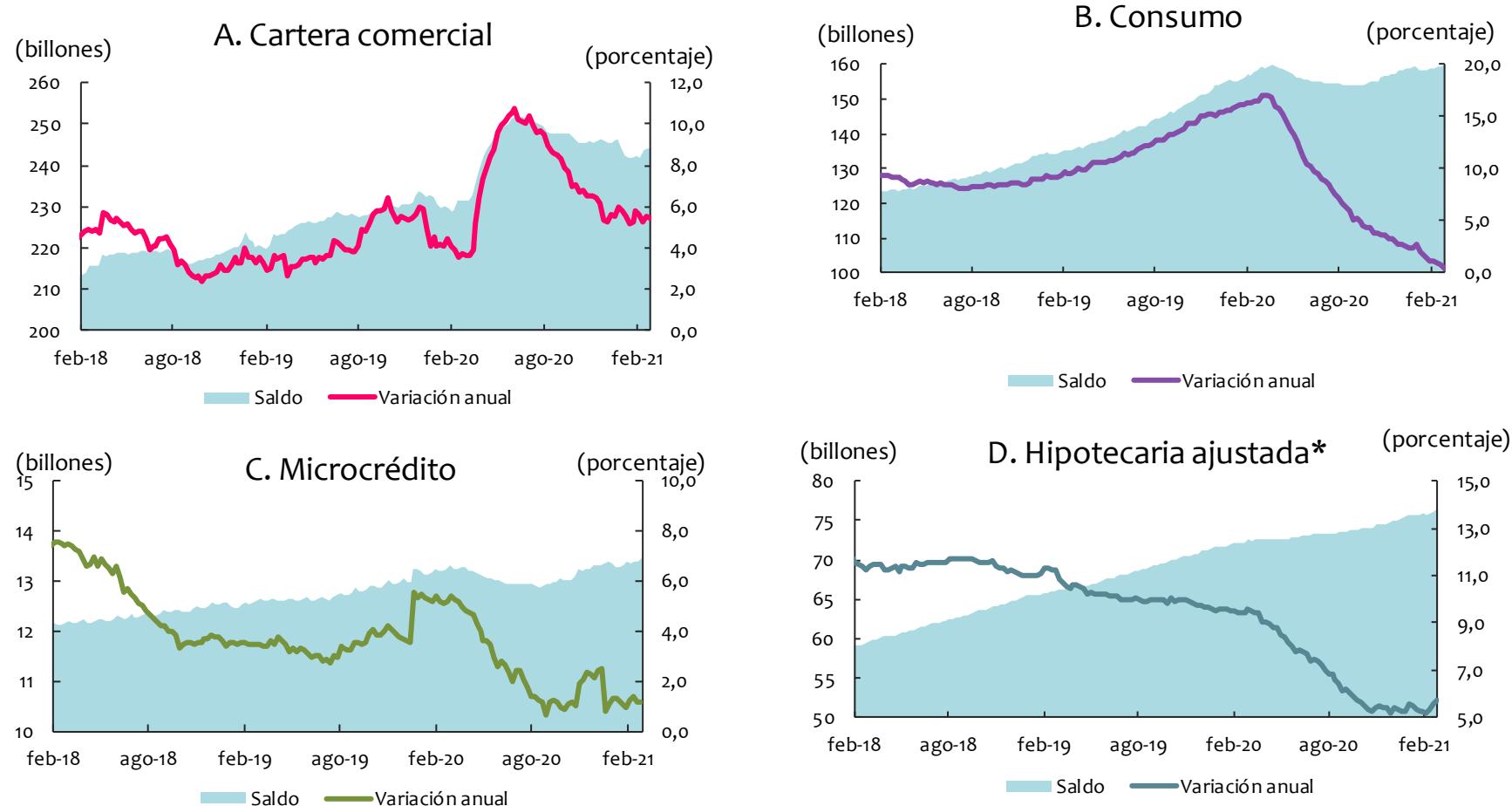
Cambio en la tasa de interés de política monetaria entre febrero y diciembre de 2020 – algunos países emergentes



Fuente: Bloomberg.

La mayor liquidez y la reducción de la tasa de interés contribuyeron a que la oferta de crédito continuara fluyendo a la economía. Los desembolsos de crédito a finales de 2020 fueron similares a los registrados antes de la pandemia

Cartera bruta en moneda legal por modalidad (saldo en billones de pesos y variación anual)

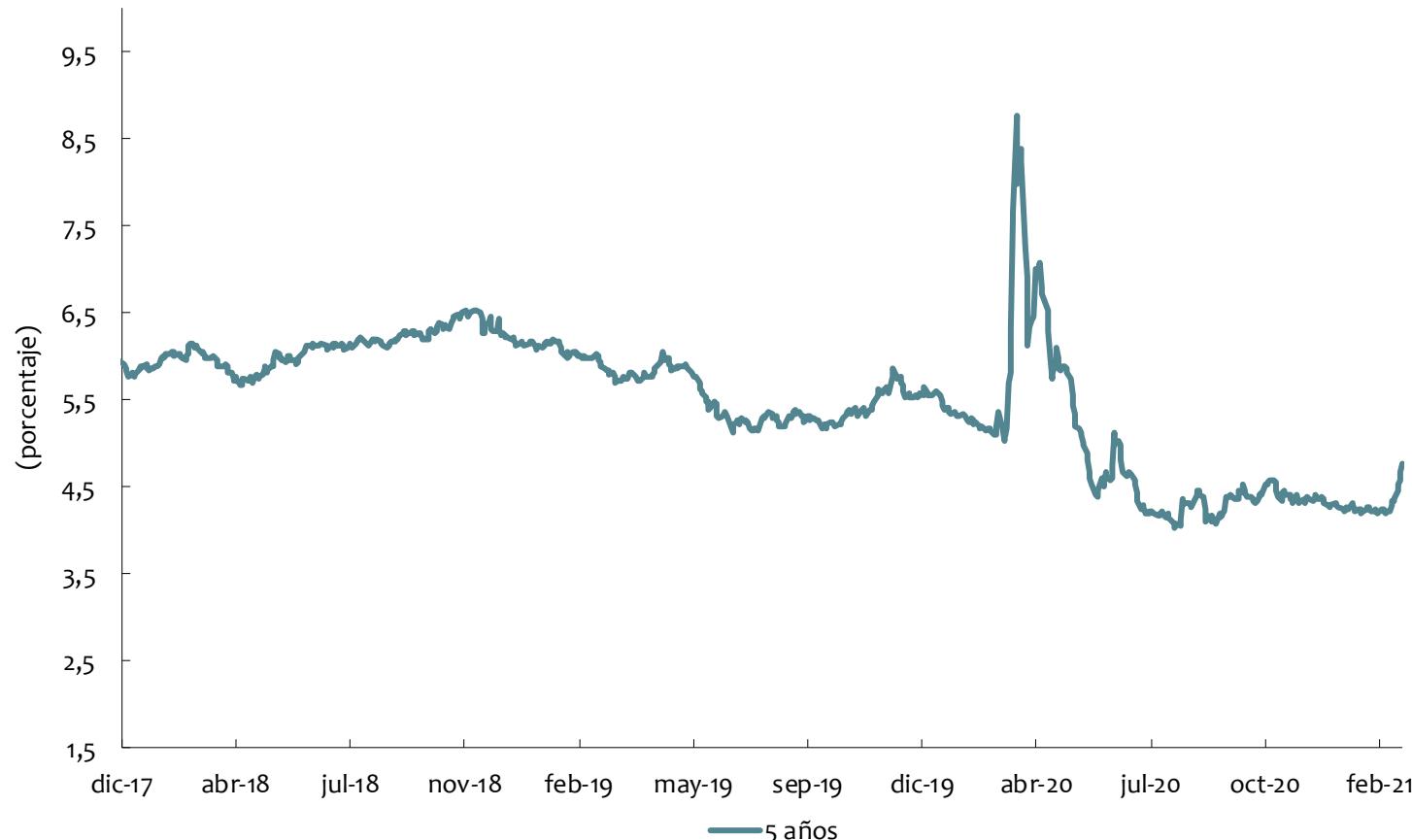


\*a/ Incluye ajuste por titularización.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

# Se aliviaron las presiones iniciales sobre los mercados de deuda pública

Tasas cero cupón TES en pesos a cinco años

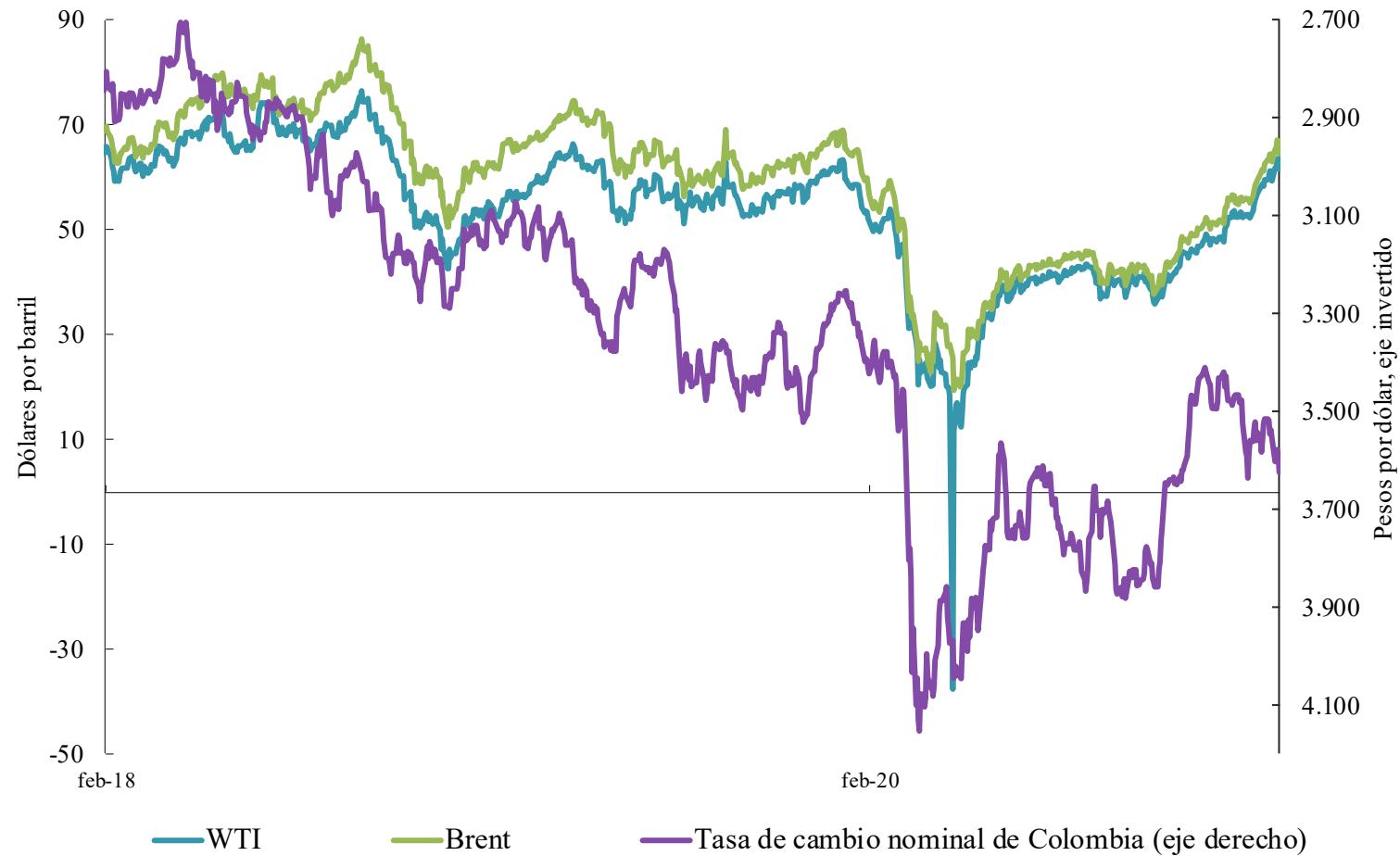


\*El índice de deuda privada se presenta con base 100 en diciembre de 2017.

Fuentes: SEN y MasterTrader; cálculos del Banco de la República.

El mercado cambiario se estabilizó gracias a las facilidades y coberturas ofrecidas, y al respaldo de un nivel adecuado de reservas internacionales.

Precio internacional del petróleo (eje izquierdo) y Tasa de cambio nominal (eje derecho invertido)



Nota: datos al 26 de febrero de 2021.

Fuente: Data License.

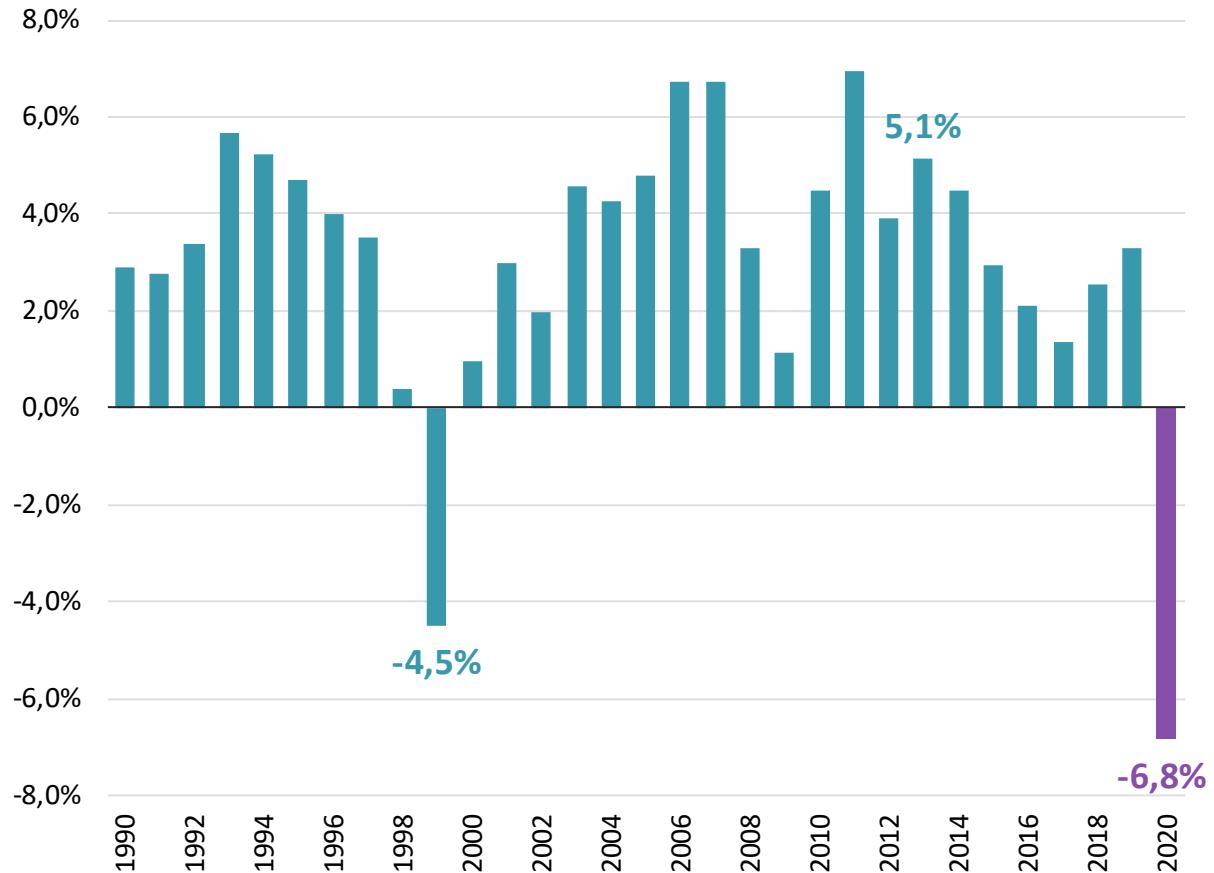


# TEMAS

## 2. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

Luego de un crecimiento de 3,3% en 2019, la economía se contrajo 6,8% en 2020. No obstante, el comportamiento trimestral de actividad económica mostró una tendencia de recuperación a partir del tercer trimestre de 2020 a medida que se relajaron las medidas de aislamiento social.

### Producto Interno Bruto anual (Variación anual; porcentaje)



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

### Producto Interno Bruto trimestral\* (niveles y variación anual)

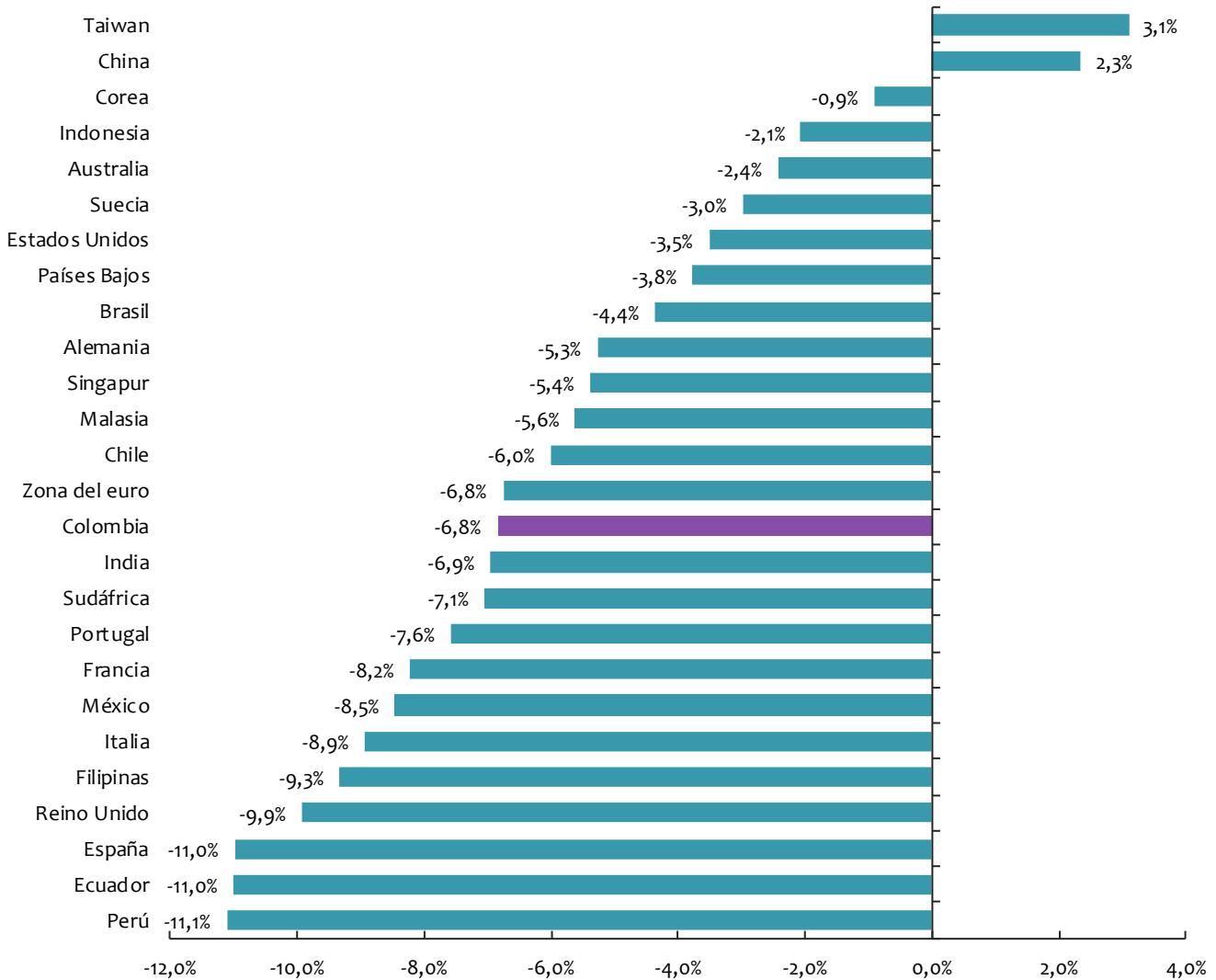


\*Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La contracción de la actividad económica en Colombia fue similar a la registrada en otras economías del mundo y, en particular, de América Latina

Crecimiento del PIB 2020  
(porcentaje; países seleccionados)

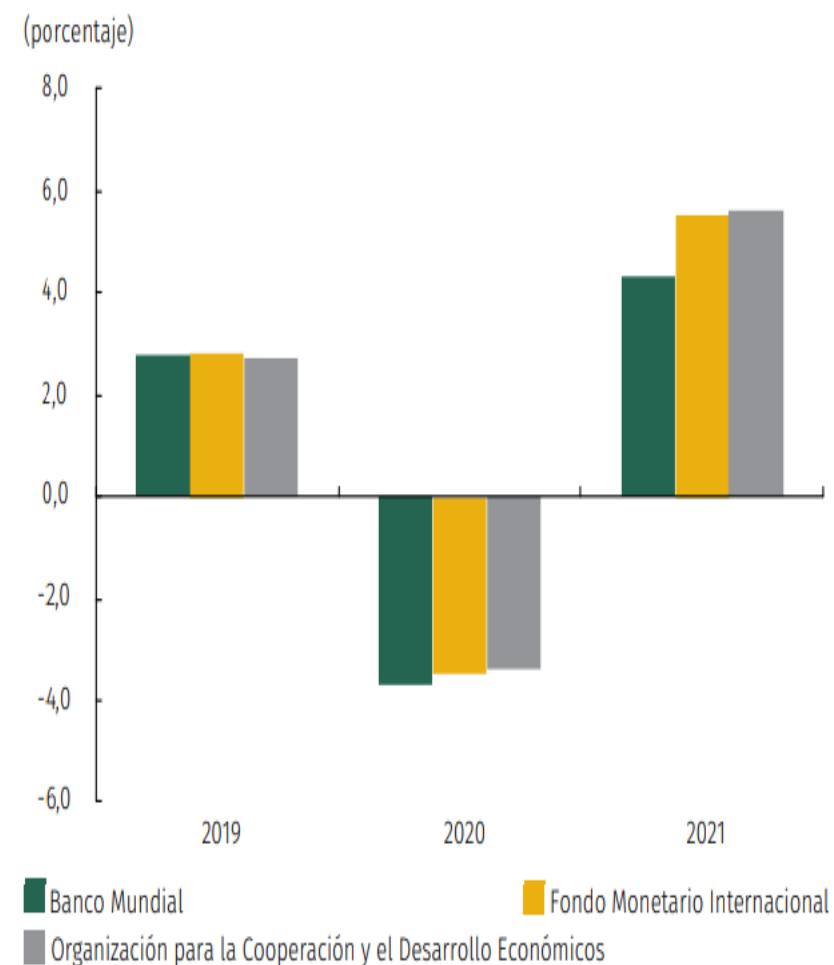


Nota: las cifras de crecimiento de Chile y Ecuador corresponden a proyecciones del FMI.

Fuente: Bloomberg, oficinas de estadística y bancos centrales; cálculos del Banco de la República.

- La recuperación económica de Colombia en 2021 sería acorde con el crecimiento esperado de la economía mundial
- Factores favorables para el crecimiento en Colombia:
  - Recuperación de la demanda externa
  - Mejores precios del petróleo
  - Amplia liquidez internacional, pese a aumento en tasas de interés de mediano y largo plazo
  - Política fiscal expansiva, con un déficit previsto para este año aún superior al 7,8% del PIB observado en 2020
  - Política monetaria expansiva en Colombia, con tasas de interés de política inferiores a la neutral
- El crecimiento económico se estima alrededor de 5,2% en 2021, de acuerdo con lo divulgado por la JDBR tras la Junta de finales de marzo.
- La incertidumbre sigue siendo grande, especialmente por:
  - Evolución de la pandemia
  - Riesgos de un deterioro en el apetito de los capitales internacionales por invertir en los mercados emergentes

**Crecimiento económico mundial**  
(Variación anual; porcentaje)



- La contracción de la actividad en ramas de actividad intensivas en mano de obra en 2020, como construcción, comercio, industria manufacturera y actividades de recreación, se reflejó en una **caída histórica del empleo**.
- Entre marzo y abril de 2020, la pérdida de empleos **afectó a cerca de 6,1 millones de personas**.
- La caída **afectó de manera particularmente grave a los sectores informales y a las personas más vulnerables**, entre ellas, las mujeres y los trabajadores con menores niveles de educación resultaron más afectados.
- Durante el segundo semestre de 2020 se recuperaron cerca del 77% de los empleos perdidos en el momento más grave de la crisis, y la recuperación continúa en 2021 según las cifras a febrero

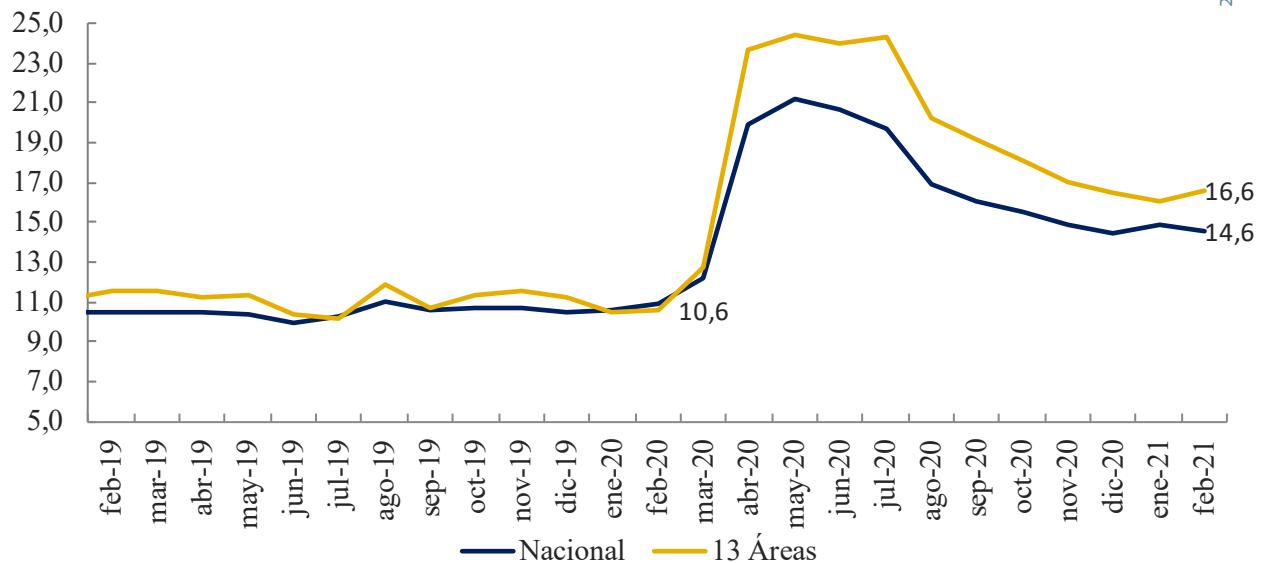
### Tasa de Ocupación

(Total nacional, series mensuales desestacionalizadas)



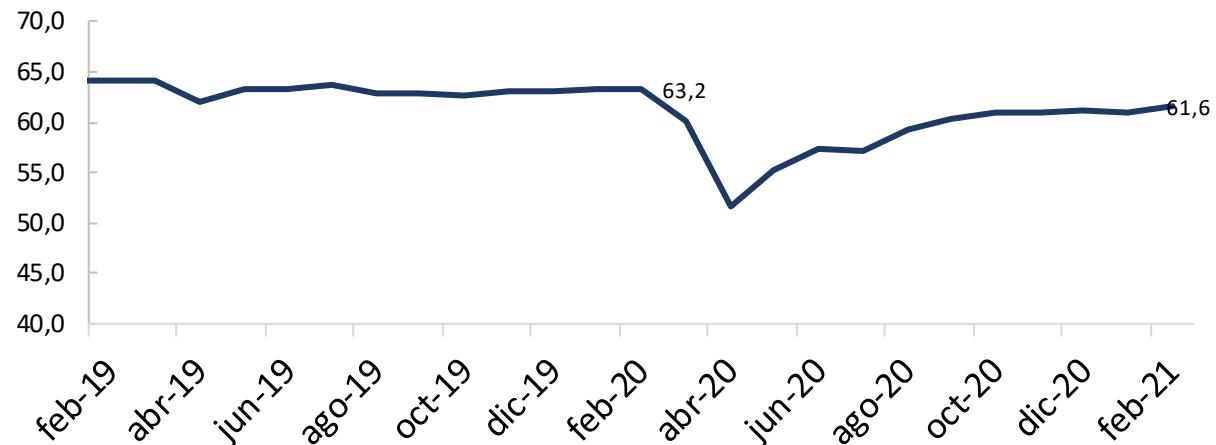
- Pese a la recuperación del empleo, las **tasas de desempleo** a febrero de 2021 se mantienen en niveles que superan los observados un año atrás en 4 pps a nivel nacional y en 6 pps a nivel de las trece principales áreas metropolitanas.
- En adición a lo anterior, la **tasa de participación laboral** en febrero se encuentra 1,6 pps por debajo de sus niveles prepandemia.
- En conjunto, el **número de empleos** sigue ubicándose cerca de 1,4 millones por debajo de los que se tenían en febrero de 2020.

### Tasa de desempleo por dominios geográficos (series mensuales desestacionalizadas)



### Tasa global de Participación

(Total nacional, series mensuales desestacionalizadas)



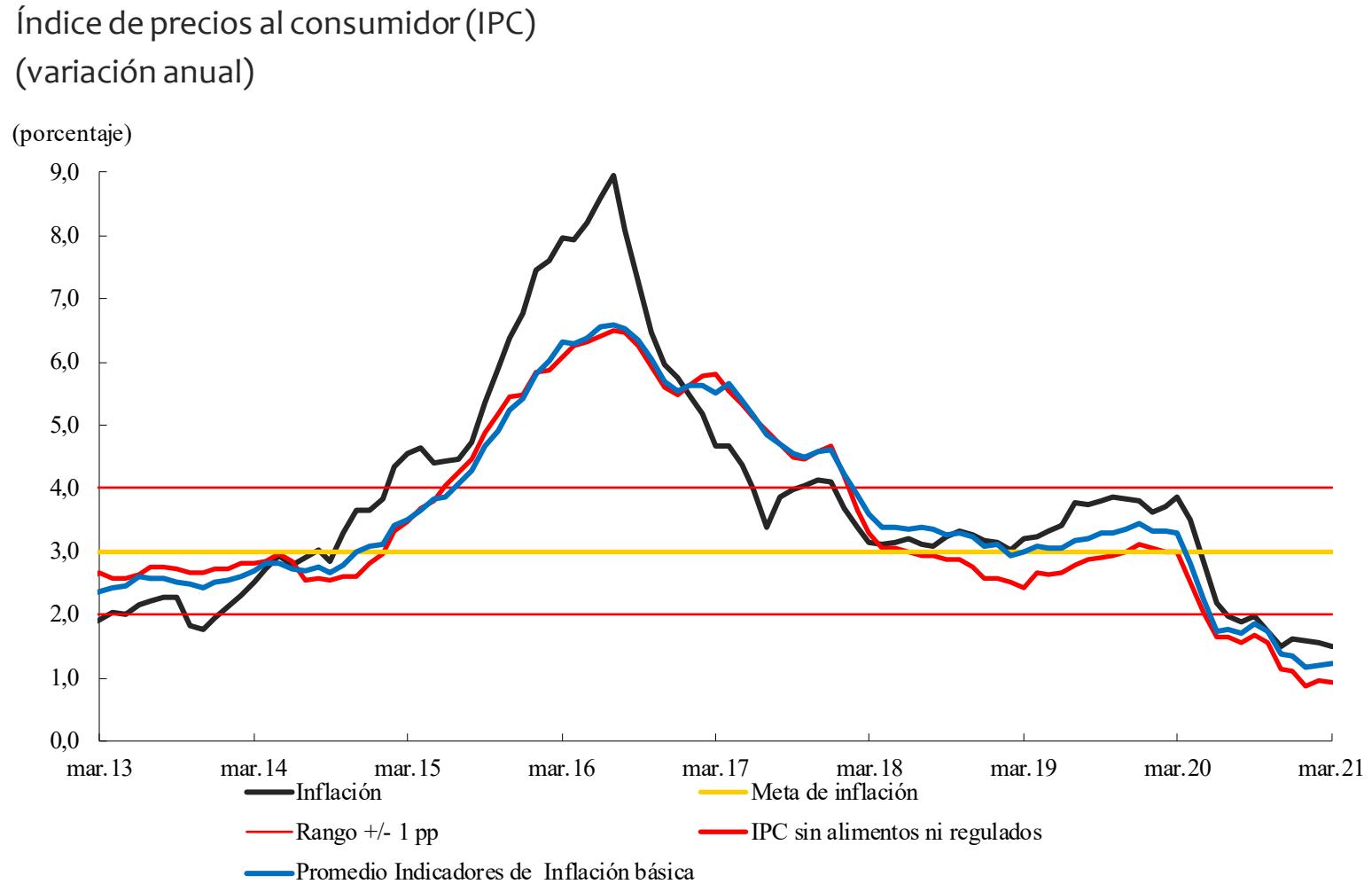


# TEMAS

## 3. INFLACIÓN

La inflación al consumidor llegó a un mínimo histórico de 1,61% a fin de 2020 y durante el primer trimestre de 2021 continuó descendiendo a 1,51% anual en marzo 2021. Algo similar ha ocurrido con la inflación básica.

La consecutiva caída de la inflación muestra la debilidad de la demanda agregada y los alivios ofrecidos por el Gobierno en algunas tarifas de servicios públicos e impuestos



- Las **expectativas de inflación** apuntan a una convergencia gradual de la inflación hacia la meta de 3%.
- En marzo pasado, las expectativas de inflación oscilaban entre 2,6% y 2,8% para 2021 entre 3,0 y 3,2% para 2022.
- Los bajos niveles de inflación y el contar con expectativas fuertemente ancladas alrededor de la meta otorgaron al Banco de la República un margen muy importante de acción que le ha permitido mantener una política monetaria fuertemente expansiva y unas tasas de interés de política en su nivel mínimo histórico (1,75%)



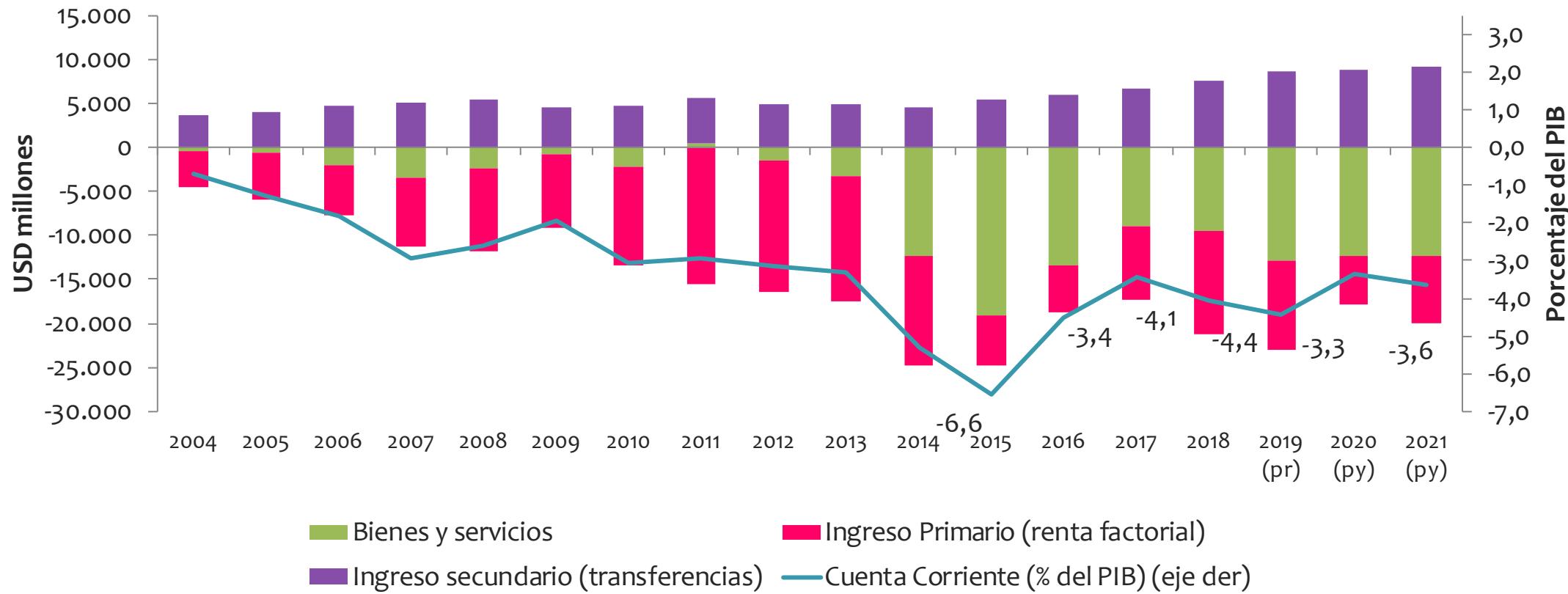
# TEMAS

4. BALANCE EXTERNO Y RESERVAS INTERNACIONALES

## El déficit de la cuenta corriente se redujo de 4,4% del PIB en 2019 a 3,3% en 2020.

La fuerte caída de las exportaciones del país (-23,7%) se compensó con la reducción de las importaciones (-25,8%), la menor remisión de utilidades al exterior (renta factorial) y altos ingresos por transferencias.

**Cuenta corriente de la Balanza de Pagos por componentes**  
(Millones de dólares y porcentaje del PIB)



- El financiamiento del déficit externo fue posible en alto grado por la **fuerte entrada de capital externo en cabeza del sector público**, asociada tanto con la colocación de títulos de deuda pública como por la contratación de créditos externos.
- **Los recursos externos atraídos por el sector público pasaron de 727 millones en 2019 a 18.448 millones de dólares en 2020**, entre los cuales se incluye el desembolso parcial de la línea de crédito flexible con el FMI por USD 5.400 millones.
- Esta capacidad del gobierno de conseguir financiamiento en el exterior en un momento crítico refleja el **alto grado de credibilidad del país en el exterior**.

- La entrada de capitales hacia el sector público se compensó parcialmente por **salidas netas de capitales del sector privado** por 9.224 millones de dólares en 2020, muy superiores a los 1.044 millones observados en 2019.
- Esas salidas estuvieron representadas principalmente por inversión de cartera en el exterior por parte del sector privado y ventas netas de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes.
- Por su parte, la Inversión Extranjera Directa en 2020 fue de 7.690 millones de dólares, inferior en 46,3% frente a la recibida un año atrás (14.314 millones).

- En conjunto, el financiamiento del sector público permitió cubrir adecuadamente el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y compensar la salida neta de capitales privados.
- Gracias a ello, **el Banco de la República incrementó sus reservas internacionales netas en 5.863,6 millones de dólares en 2020.**
- El aumento en las reservas se dio por dos mecanismos:
  1. Mediante la compra directa de divisas al Gobierno Nacional por 3.500 millones,
  2. Por el rendimiento extraordinario de las reservas internacionales generado por la valorización de los bonos asociado a la caída en las tasas de interés internacionales.

- **El saldo de reservas internacionales netas a diciembre 31 de 2021 se ubicó en 59.030,8 millones de dólares.**
- En adición a esas reservas, el Banco de la República contó con la **Línea de Crédito Flexible con el FMI**, la cual se amplió de 7.849,6 millones de DEGs (aprox 11.200 millones de dólares) a 12.267 millones de DEGs (aprox 17.600 millones de dólares).
- Una porción de la Línea de Crédito Flexible del FMI (5.400 millones de dólares) fue desembolsada en diciembre de 2020 a favor del Gobierno Nacional para financiamiento presupuestal. Esta operación demostró la confianza especial del FMI en la solidez del marco de política económica con que cuenta Colombia.
- Los diferentes indicadores que se calculan sobre el nivel adecuado de reservas internacionales para Colombia sugieren que el nivel actual de reservas , unido al saldo remanente de la línea de crédito flexible, es acorde con los parámetros internacionales normalmente aceptados. Ello otorga confianza y ayuda a facilitar el acceso a financiamiento internacional a tasas de interés razonables.



# TEMAS

5. UTILIDADES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

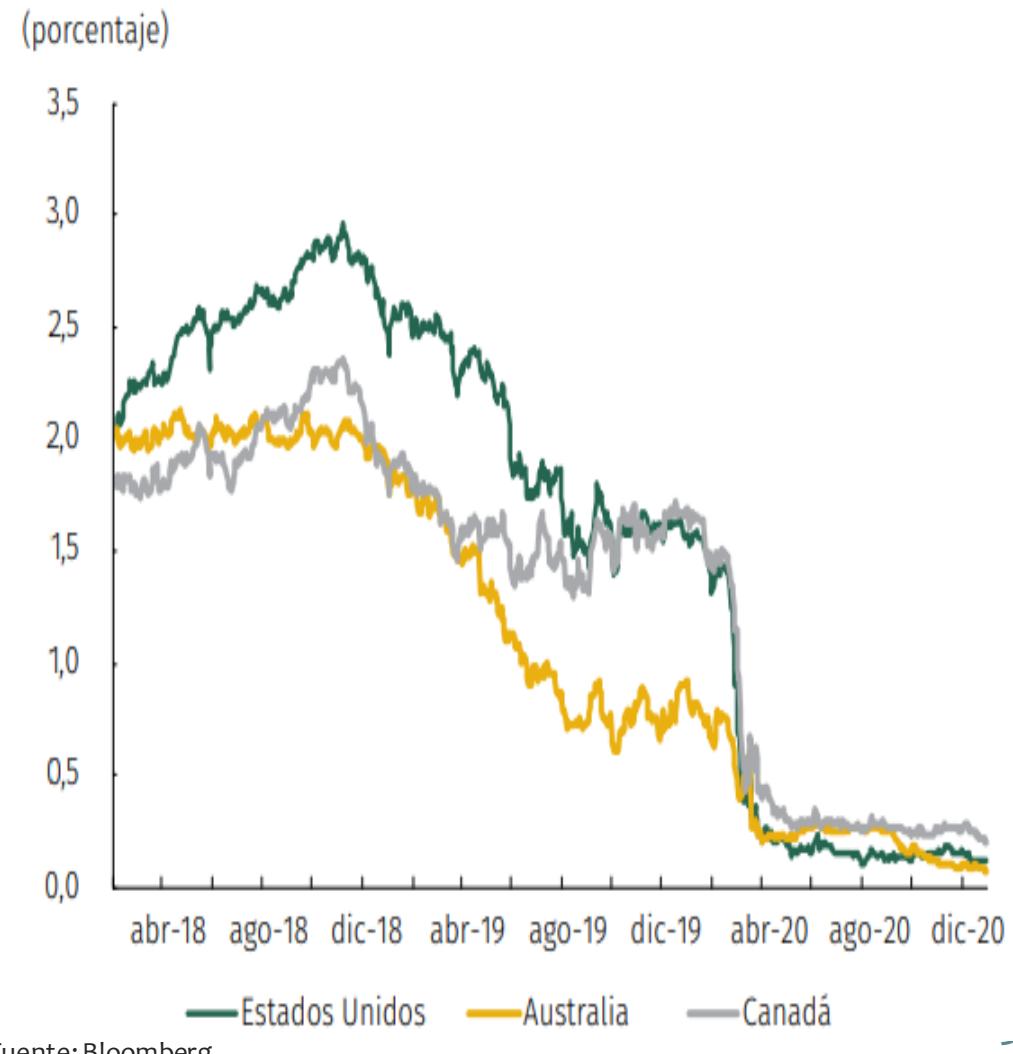
Las utilidades del Banco de la República durante 2020 alcanzaron un máximo histórico de 7.5 billones de pesos, superior a las obtenidas en 2019 (7,1 billones). Este resultado obedeció al retorno extraordinario de las reservas internacionales invertidas en bonos en el exterior como consecuencia de la valorización de los bonos por la caída en las tasas de interés

	Ejecutado a:		Variación	
	2019	2020	Absoluta	Porcentual
<b>I. Total Ingresos (A+B+C)</b>	<b>9,447</b>	<b>9,863</b>	<b>416</b>	<b>4.4</b>
A. Ingresos monetarios	8,975	9,471	496	5.5
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	221	171	-50	-22.6
C. Ingresos corporativos	251	221	-30	-12.0
<b>II. Total Gastos</b>	<b>2,299</b>	<b>2,380</b>	<b>82</b>	<b>3.6</b>
A. Gastos Monetarios	1,421	1,480	59	4.2
B. Billetes y monedas	233	216	-17	-7.3
C. Gastos corporativos	644	676	33	5.1
D. Gastos de pensionados	1	8	7	726.4
<b>III. Resultado operacional (I - II)</b>	<b>7,149</b>	<b>7,483</b>	<b>335</b>	<b>4.7</b>

## La mala noticia:

- Las sorpresas positivas de utilidades en 2019 y 2020 no se repetirán en 2021 y años sucesivos
- No hay perspectivas de valorizaciones de los bonos externos por reducciones adicionales en las tasas de interés, ya que sus niveles están cercanos a cero
- La contabilidad de las reservas a precios de mercado hizo que contabilizáramos como utilidades de 2020 los ingresos que nos generarán en el futuro los bonos adquiridos antes de la caída en las tasas de interés.
- La proyección de utilidades presentada en nuestro informe para el año 2021 es negativa en 122 mil millones de pesos. Obviamente haremos todos los esfuerzos a nuestro alcance para mejorar ese resultado

**Tasas de interés de los bonos de gobiernos extranjeros**  
(información para bonos a 2 años de plazo)



- Tras hacer las reservas previstas en la Ley, las utilidades generadas por el Banco de la República en 2019 fueron entregadas al gobierno en marzo de 2020 y las generadas en 2020 fueron entregadas en marzo de 2021.
- El valor de las utilidades entregadas al gobierno en marzo de 2020 fue 6,9 billones de pesos y el de las utilidades entregadas en marzo de 2021 fue 6,6 billones de pesos.
- **Desafortunadamente no se considera prudente esperar ningún monto de utilidades entregables en 2022 .**



# TEMAS

6. SITUACIÓN FISCAL Y DEBATE SOBRE CRÉDITO DEL BR

- La situación fiscal de Colombia se ha deteriorado de manera marcada, tal como ha sucedido en el mundo entero.
- Ello ha sucedido como consecuencia de las mayores necesidades de gasto público para atender la pandemia y de los menores ingresos tributarios generados por el deterioro en la actividad económica.
- La deuda pública colombiana se elevó sustancialmente en 2020 llegando a un nivel cercano al 65% del PIB y con el déficit previsto para 2021, 8.5%, la deuda aumentará nuevamente en este año en montos significativos.
- Los mercados han confiado en la tradición colombiana y siguen financiando al gobierno en montos abundantes, a plazos largos y con tasas de interés bajas, lo cual se ratificó en la última semana con las colocaciones de bonos realizadas por el Ministerio de Hacienda en el exterior.
- De no adoptarse rápidamente las decisiones fiscales que permitan revertir a partir de 2022 la dinámica que ha mostrado la deuda en 2020 y 2021, la credibilidad del país sobre su capacidad para honrar sus compromisos podría verse gravemente comprometida.

- La presentación del proyecto de ajuste fiscal presentado a consideración del Congreso mediante la llamada Ley de Solidaridad Sostenible ha contribuido de manera importante a esa credibilidad, a juzgar por el éxito en la colocación de bonos del gobierno colombiano en los mercados internacionales la semana pasada.
- Hacia adelante, la capacidad de la política monetaria y de la JDBR para seguir apoyando la recuperación de la actividad económica y el empleo dependerá en alto grado de que se logren mantener la credibilidad en la estrategia macroeconómica del país.
- Los avances en el proceso de ajuste fiscal, con los ajustes que considere el Congreso, constituirán un elemento favorable para que el Banco pueda mantener su política expansiva sin que se generen riesgos a nuestra sostenibilidad macroeconómica.

Del Informe presentado por la JDBR transcurrido un año de la pandemia se puede constatar que:

1. Las decisiones adoptadas contribuyeron a mantener el normal funcionamiento de los mercados financieros y alentaron la confianza de los agentes sobre la estabilidad macroeconómica.
- El Banco atendió el aumento en las necesidades de liquidez de la economía mediante un pronunciado crecimiento de la base monetaria que como vimos alcanzó 31 billones de pesos entre febrero y diciembre de 2020.
  - ✓ A 31 de diciembre de 2020, el crecimiento anual de la base monetaria fue cercano al 20% y el efectivo en poder del público aumentó cerca del 30%.
  - ✓ Este aumento de la liquidez permitió mantener las tasas de interés de corto plazo en 1,75%, los niveles más bajos en la historia de Colombia, lo cual contribuirá a la recuperación económica.
- Buena parte de ese aumento en la liquidez se ejecutó mediante mecanismos que contribuyeron al financiamiento del déficit fiscal:
  - la adquisición de títulos de deuda pública TES,
  - la compra directa de divisas al Gobierno y
  - la entrega de las utilidades por montos históricos record

En este contexto se ha presentado el debate sobre el grado en que el Banco pudiera contribuir a las finanzas públicas mediante un **crédito directo al Gobierno**.

**Tres tipos de consideraciones:**

1. Interpretación del mandato constitucional
2. Experiencia internacional
3. Análisis pragmático de conveniencia

# 1. Interpretación del mandato constitucional.

- La posibilidad de que el Banco de la República otorgue un crédito directo al Gobierno fue ampliamente discutida por los constituyentes de 1991.
- La decisión final fue dejarla abierta pero sujeta a una condición: la unanimidad de los miembros de la Junta Directiva.
- Esa condición fue la manera de expresar que el mecanismo puede utilizarse, pero en condiciones extraordinarias en las cuales no exista una mejor opción.
- Ello podría ocurrir por ejemplo en una situación en que el país no tuviera la credibilidad requerida para acceder al financiamiento.
  - Esa no es la situación actual, en la que el gobierno ha sido tremadamente exitoso en la consecución de ingentes recursos de financiamiento.
  - Tampoco es la situación en la que quisiéramos estar.

## 2. Experiencia Internacional (1)

- Ningún país avanzado utiliza el crédito directo del banco central como mecanismo de financiación del Gobierno.
- Entre las economías emergentes, el crédito directo del banco central al gobierno es considerado una **mala práctica** por cuanto **implica supeditar la política monetaria a objetivos fiscales**, los cuales deben regirse por una lógica distinta.
- En América Latina:
  - Las principales economías con bancos centrales autónomos (México, Brasil, Chile, Perú, Uruguay) han abandonado esa mala práctica.
  - Unos pocos países la siguen usando pero están deshaciéndose de esos créditos directos para lograr mayor credibilidad internacional y en ese proceso han tenido que recurrir a programas de ajuste con el Fondo Monetario Internacional (Argentina, Costa Rica).
  - Otros más, como Venezuela, mantienen esa mala práctica y han enfrentado la pérdida total de control monetario, con procesos de hiperinflación que destruyeron la efectividad de su sistema monetario

## 2. Experiencia Internacional (2)

- Muchos países avanzados y muchas economías emergentes con bancos centrales autónomos –incluido Colombia– financian indirectamente al gobierno mediante la compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario.
- Esas compras se hacen bajo criterios propios de la política monetaria, esto es, mantener la inflación alrededor de la meta, mantener la estabilidad financiera y contribuir al crecimiento económico sostenible.
- La gran ventaja de los títulos adquiridos en el mercado secundario es que son títulos líquidos que también pueden venderse cuando la política monetaria lo requiere. Eso no es posible con un crédito directo al gobierno.

### 3. Análisis pragmático de conveniencia

- Como vimos para el caso de Colombia, la expansión de la base monetaria en 2020 se hizo en alto grado mediante la compra de TES, la compra directa de divisas al gobierno y la entrega de utilidades, todo lo cual contribuyó de manera importante a la financiación del desbalance fiscal del Gobierno, sin ir en detrimento de la credibilidad de la política monetaria y del marco general de la política económica colombiana.
- El Gobierno colombiano logró financiar sanamente y con bajas tasas de interés el déficit fiscal de 7,8% del PIB en 2020, gracias a que cuenta con altos grados de credibilidad en los mercados y ante los organismos financieros internacionales.
- La misma credibilidad está permitiendo que en 2021 el Gobierno cubra en buenas condiciones sus necesidades de financiamiento que para este año se acercan a 95 billones de pesos para cubrir al déficit fiscal programado y en cerca de 18 billones adicionales para cubrir amortizaciones.
- Recurrir a un crédito directo con el Banco de la República tendría un alto costo en materia de credibilidad que podría encarecer sustancialmente el endeudamiento público o eventualmente limitar el acceso del Gobierno a ese financiamiento.

# A manera de conclusión del análisis pragmático de conveniencia...

Cabe recordar que acudir a emisión monetaria para otorgar al gobierno un crédito directo del Banco de la República no cambiaría el déficit, que es la diferencia entre ingresos y gastos. Sólo cambiaría la forma de financiarlo.

Acudir a esta fuente “barata” de financiación del Gobierno pondría en tela de juicio la credibilidad del propio gobierno y la del Banco de la República.

Esa credibilidad ha sido fundamental para que tanto la política fiscal como la monetaria hayan podido actuar en forma abiertamente contracíclica en el período reciente, mitigando sus efectos y contribuyendo a la recuperación.

Al afectar la credibilidad en nuestra estrategia de política monetaria y fiscal, esa apuesta probablemente reduciría el acceso a otras fuentes de financiamiento y seguramente las encarecería, quizás de manera permanente.

Muchas gracias